

CONSTI

09.02.2026 08.00 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Toimintaympäristö jarruttaa edelleen

Constin Q4-tulos oli odotuksiemme mukainen joskin kuluvan vuoden ohjeistus oli hieman ennustamaamme pehmeämpi. Olemme nostaneet tulevien vuosien liikevaihdon kasvuennustettamme edelleen hieman Valtioneuvoston linnan hankkeen merkittävän kokoluokan myötä. Toisaalta olemme laskeneet hieman suhteellisen kannattavuuden ennustettamme yhtiön projektiportfolion painottuessa jatkossa entistä vahvemmin rajatun riskin allianssihankkeisiin. Viimeaikaisen kurssinousun myötä näkemyksemme mukaan merkittävinkin nousupotentiaali on lyhyellä aikavälillä syöty. Säilytämme tavoitehintamme 12,5 eurossa ja suosituksemme vähennä-tasolla.

Odotuksiemme mukainen lopetus vuoteen

Constin Q4-liikevaihto kasvoi 3,0 % 95,0 MEUR:oon ylittäen ennusteemme 2 %:lla. Kasvua vetivät yhtiön toimialoista Taloyhtiöt ja Julkiset. Talotekniikan liikevaihto laski hieman, mutta ylitti odotuksemme selvästi. Yksityisen sektorin vaisua kysyntää heijastellen Yritykset-toimiala laski ja jäi hieman odotuksistamme. Liikevaihdon ylitys suhteessa ennusteisiimme syntyi käytännössä Talotekniikka-toimialan puolella. Constin Q4-liiketulos 3,9 MEUR (4,1 %) vastasi ennustettamme. Yhtiön mukaan tehostustoimet paransivat kannattavuutta, mutta rakentamisen matalasuhdanne ja palveluiden heikko kannattavuus painoivat edelleen tulosta.

Constin Q4-tilaukset laskivat vuodentakaisesta 44 MEUR:oon (67 MEUR). Yhtiö jatkoi kurinalaista tarjoustoimintaa mikä yhdessä heikon kysynnän kanssa painoi tilaukseräilyä. Vuoden 2025 tilaukset (251 MEUR) laskivat vertailukaudesta kokonaisuudessaan 3 % ja tilauskanta päättyi vuoden lopussa 208 MEUR:oon alittaen ennusteemme. Toisaalta yhtiöllä on voitettuja kehitysvaiheissa olevia sopimuksia (ml. Valtioneuvoston linnan hanke) jotka tukevat tilauskantaa jo ensimmäisellä kvartaalilla. Yhtiön hallitus esittää, että osinkoa maksetaan 0,72 euroa osakkeelta. Osingon taso oli linjassa

ennusteeseemme. Yhtiön kassavirta kehittyi neljännellä kvartaalilla vahvasti kun vapaa kassavirta nousi 10,9 MEUR:oon (4,8 MEUR). Positiivinen kehitys vertailukauteen nähden liittyi täysin käyttöpääoman vapautumiseen.

Laskimme hieman tämän vuoden tulosestimaattia

Consti antoi odotetusti kohtalaisen vakaata kehitystä peilaavan ohjeistuksen vuodelle 2026. Yhtiö odottaa liikeluokituksen olevan 8–11 MEUR (2025: 9,4 MEUR). Ohjeistus oli pienimuotoinen pettymys koska olimme odottaneet yhtiön ohjeistuksen säilyvän viimeisen kahden tilikauden ohjeistuksen tasolla (liikeluokitus 9-12 MEUR). Olemme laskeneet ennustettamme kuluvalle vuodelle hieman aiemman ennusteemme ollessa haarukan ylälaidassa. Odotamme nyt yhtiön liikevoiton päättyvän 10,3 MEUR:n (aik 11,0 MEUR) tasolle. Laskeva tilauskanta yhdistettynä heikkoon markkinatilanteeseen luo arviomme mukaan painetta vuoden 2026 alkupuoliskon liikevaihdon kasvulle, mutta Q1:n tilauskantaan kirjattava Valtioneuvoston linnan peruskorjaus tukee yhtiön liikevaihtoa ennusteissamme jo toisella vuosipuoliskolla. Olemme lisäksi nostaneet kasvuennustettamme edelleen tuleville vuosille yhtiön tiedotettua mittavan hankkeen kokonaislaajuuden. Toisaalta olemme laskeneet ennustettamme suhteellisen kannattavuuden osalta yhtiön projektiportfolion painottuessa vahvemmin yhteistoiminnallisiin allianssihankkeisiin. Yleisesti ennusteemme pysyvät kuitenkin ennallaan.

Merkittävämpi nousuvara vaatisi tuloskasvun kiihtymistä

Kuluven vuoden ennusteillamme yhtiötä hinnoitellaan 9x EV/EBIT ja 13x P/E kertoimilla. Kertoimet ovat kokonaisuudessaan neutraalilla tasolla suhteessa hyväksymäämme arvostustasoon. Noin 6 %:n osinkotuotto tukee yhä tuotto-odotusta joskin osakkeen selvempi nousuvara nykytasoilta vaatisi näkemyksemme mukaan edelleen odotuksiamme vahvempaa piristymistä markkinassa ja sitä kautta kiihtyvää tuloskasvua.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

12,05 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	336	351	376	392
kasvu-%	3 %	5 %	7 %	4 %
EBIT oik.	9,4	10,3	13,1	14,8
EBIT-% oik.	2,8 %	2,9 %	3,5 %	3,8 %
Nettotulos	6,8	7,5	9,9	11,4
EPS (oik.)	0,86	0,94	1,24	1,44

P/E (oik.)	12,4	12,8	9,7	8,4
P/B	1,9	2,0	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	6,8 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %
EV/EBIT (oik.)	8,5	9,2	6,9	5,9
EV/EBITDA	6,1	6,8	5,2	4,5
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,2	0,2

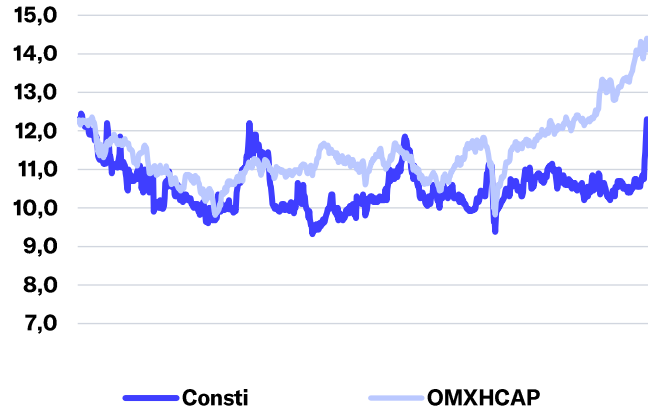
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

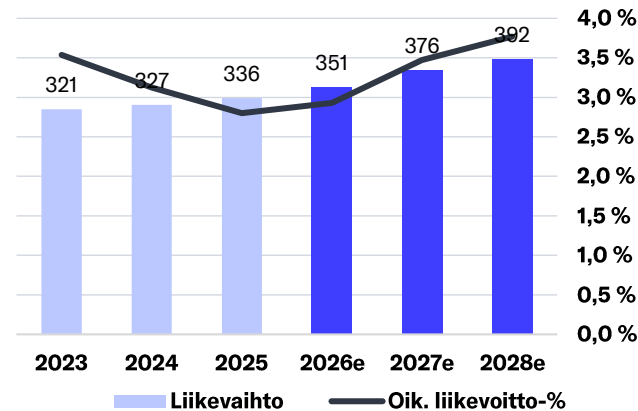
Consti arvioi, että sen koko vuoden 2026 liikeluokitus on 8-11 MEUR (2025: 9,4 MEUR).

Osakekurssi



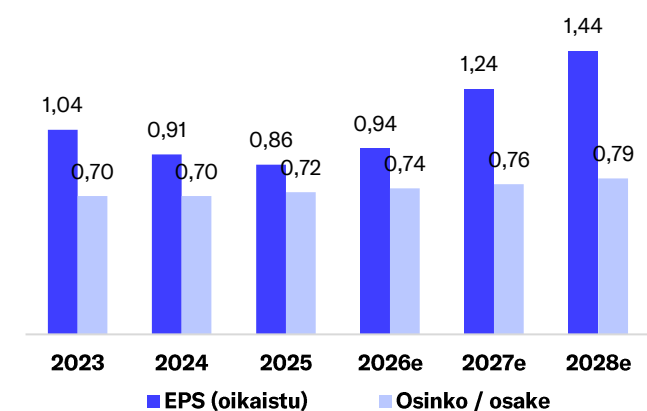
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen päivitetyn strategian mukaisesti
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamisen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen niin rakentamisen kuin talotekniikan osalta

Riskitekijät

- Suhdanteen heikkouden ja kilpailun kireyden jatkuminen
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	95	91	87
P/E (oik.)	12,8	9,7	8,4
P/B	2,0	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,8	5,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	9,2	6,9	5,9
Osinko/tulos (%)	78,6 %	61,1 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,3 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Tulos oli odotetunlainen

Liikevaihdon ennusteylitys johtui Talotekniikka-toimialan puolustusvoitosta

Constin liikevaihto kasvoi Q4:llä 3,0 %:lla 95,0 MEUR:oon ylittäen ennustemme noin 2 %:lla. Liikevaihdon kehitystä veti jälleen Taloyhtiöt-toimiala, jossa liikevaihto kasvoi noin 9 % vertailukaudesta toimialan saadessa kvartaalin aikana hankkeita hyvin käyntiin. Kasvua nähtiin myös Julkiset-toimialalla, jossa liikevaihto kasvoi yli 15 % heikosta vertailukaudesta. Yritykset- sekä Talotekniikka toimialoilla liikevaihto laski. Talotekniikan liikevaihto laski vain hieman kun olimme ennustaneet merkittävää liikevaihdon laskua erittäin vahvasta vertailukaudesta. Täten noin 2 %:a ennustettamme korkeampi liikevaihto Q4:llä johtui pääosin Talotekniikka-toimialan suorituksesta.

Absoluuttinen kannattavuus linjassa odotuksiimme

Constin liiketulos oli Q4:llä 3,9 MEUR (Q4'24: 3,6 MEUR) eli 4,1 % liikevaihdosta. Tulos vastasi näin ollen täsmälleen

ennustettamme. Constin mukaan projektit etenivät jälleen kvartaalilla pääosin suunnitellusti. Toisaalta saavutettavissa olevat projektikatasot säilyvät paineessa kireän kilpailutilanteen vuoksi. Etenkin uudisasuntorakentamisen jarruttaminen on luonut lisäkilpailua korjauskentässä. Projektipuolen tiukan kilpailutilanteen lisäksi kannattavuuden ongelmat yhtiön palveluliiketoiminnassa jatkuivat ja vaikuttivat tulostasoon yhä. Uskomme kannattavuuden ongelmien olevan pääsääntöisesti kysyntävetoisia. Käsityksemme mukaan Constilla korostuu palveluliiketoiminnassa oma työvoima, joten kustannustaso ei jouta vastaamaan pehmeämpää kysyntäkuvaa yhtä ketterästi kuin esimerkiksi korjausrakentamisessa.

Uudet tilaukset sekä tilauskanta laskussa, tilauskannan porstuassa silti täytettä

Constin uusien tilausten määrä laski Q4:lla 41 MEUR:oon, mikä on selvä lasku vertailukauden 67 MEUR:sta. Yhtiö on jatkanut kurinalaista tarjoustoimintaa, lisäksi markkinalla

kilpailutilanne pysyy kireänä. Kireän kilpailutilanteen myötä yhtiö on yhä jatkanut panostuksia tarjous- ja neuvottelutoimintaan. Tilauskanta laski Q4:n lopussa 208 MEUR:oon (Q4'24 lopussa: 240,1 MEUR), mikä on 13,3 % vertailukauden alapuolella. Huomioitavaa kuitenkin on, että yhtiö kirjaa Valtioneuvoston linnan hankkeesta peruskorjauksen, noin 112 MEUR:n, osuuden kuluvan vuoden ensimmäisen kvartaalin tilauskantaan.

Kassavirta oli vertailukautta vahvempi

Constin vapaa kassavirta oli Q4:lla 10,9 MEUR (Q4'24 4,8 MEUR) käytännössä täysin käyttöpääomamuutosten myötä. Käsityksemme mukaan vertailukauden kassavirtaa rasitti silloisen hankeportfolion rahoitusasema. Vaikutus normalisoitui vuoden 2025 aikana.

Ennustetaulukko	Q4'24	Q4'25	Q4'25e	Q4'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	92,3	95,0	92,8				2 %	95,0
Liikevoitto (oik.)	3,6	3,9	3,9				1 %	3,9
Tulos ennen veroja	3,4	3,7	3,7				1 %	3,7
EPS (raportoitu)	0,33	0,37	0,37				0 %	0,37
Osinko/osake	0,70	0,72	0,72				0 %	0,72
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	2,9 %	0,6 %				2,4 %-yks.	0,5 %
Liikevoitto-%	3,9 %	4,1 %	4,2 %				-0,1 %-yks.	4,1 %

Lähde: Inderes

Laskimme hieman kannattavuusennusteitamme tuleville vuosille

Ennustemuutokset

- Consti antoi ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle ja arvioi, että sen koko vuoden 2026 liiketulos on 8-11 MEUR (2025: 9,4 MEUR).
- Korjausrakentamisen markkinan volyymin odotetaan jäävän kuluvana vuonna laajalti viime vuoden tasolle. Korjausrakentamiselta RT ennustaa vuonna 2026 0,5 % volyymikasvua kun taas yhtiön julkaisema Euroconstructin ennuste viittaa volyymin jäävän vuonna 2026 viime vuoden tasolle. Yleisesti heikon markkinatilanteen myötä kilpailu rakentamisen ja talotekniikan markkinassa on jatkunut kireänä. Yhtiö ei odota merkittävää muutosta parempaan rakentamisen kysyntänäkymissä seuraavan puolen vuoden aikana. Näkymä vastaa odotuksiamme hyvin, emmekä odota markkinassa merkittävää piristymistä kuluvana vuonna.
- Emme odota pääosin kysyntälähtöisen kannattavuuspaineen hellittävän ainakaan alkuvuoden aikana. Päivitetty liikevoittoennusteemme on ohjeistushaarukan keskiväliä korkeammalla tasolla. Uskomme merkittävän Valtioneuvoston hankkeen aikataulu ja etenemisen loppuvuonna vaikuttavan vuoden toteumaan.
- Kuluvan vuoden lisäksi olemme tehneet ennustemuutoksia tuleville vuosille. Valtioneuvoston hankkeen merkittävä koko (yhteensä n. 171 MEUR) tukee kehitystä myös tulevina vuosina. Toisaalta olemme laskeneet suhteellisen kannattavuuden ennustettamme yhtiön projektiportfolion painottuessa jatkossa entistä vahvemmin vähäriskisiin allianssihankkeisiin.

Operatiiviset tulosajurit

- Yleinen rakentamisen markkinan piristyminen helpottaa kilpailutilannetta korjausrakentamisen ja talotekniikan markkinassa.
- Kysynnän palautuessa yhtiön palveluliiketoiminnan organisaation käyttöaste nousee ja siten kannattavuus paranee. Uskomme tällä hetkellä merkittävän osan negatiivisesta tulosvaikutuksesta johtuvan palveluliiketoiminnan heikkoudesta.
- Volyymien noustessa uskomme yhtiöllä olevan lisäksi yleisesti tulosvipua. Arviomme mukaan Consti pystyy nykyisellä organisaatio- ja kulurakenteella tekemään korkeampia volyymeja, mikä on yksi tärkeimmistä tekijöistä Constin kannattavuuden parantumisen taustalla pidemmän aikavälin ennusteissamme.
- Arvioimme, että kannattavuuden paranemista edesauttaa myös tilauskannan katerakenteen parantuminen sitä mukaa, kun markkinoilla on tarjolla enemmän valinnanvaraa kohteiden suhteen. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä Constin hankekanta painottuu aiempaa vahvemmin matalariskisiin allianssihankkeisiin.

Ennustemuutokset	2025	2025	Ero	2026e	2026e	Ero	2027e	2027e	Ero
MEUR / EUR	Toteuma	Inderes	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	336	334	-1 %	345	351	2 %	358	376	5 %
Käyttökate	13,0	13,0	0 %	14,6	13,9	-5 %	17,0	17,3	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,4	9,4	0 %	10,9	10,3	-6 %	12,8	13,1	2 %
Liikevoitto	9,4	9,4	0 %	10,9	10,3	-6 %	12,8	13,1	2 %
Tulos ennen veroja	8,6	8,5	-1 %	10,1	9,4	-7 %	12,2	12,1	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,83	0,86	3 %	1,02	0,94	-8 %	1,27	1,24	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,72	0,72	0 %	0,74	0,74	0 %	0,76	0,76	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus positiivinen, muttei riittävä

Kuluvan vuoden arvostus kerroin pohjaisesti neutraali

Kuluvan vuoden ennusteillamme Constin osake arvostetaan EV/EBIT-kertoimella noin 9x ja vastaava P/E-kerroin on 13x. Arvostuskertoimet asettuvat karkeasti linjaan edellisen viiden vuoden mediaanitasojen kanssa (2021–2025 EV/EBIT: ~9x, P/E: ~12x). Emme kuitenkaan pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa nykyisessä markkinaympäristössä täysin perusteltuna, sillä tuottovaateisiin vaikuttava korkotaso on vaihdellut poikkeuksellisen voimakkaasti tarkastelujaksolla. Toteutuneella vuoden 2025 tuloksella sekä nykyisellä osakkeen hinnoittelulla EV/EBIT-kerroin on vielä hyväksymämme arvostushaarukan sisällä joskin P/E kertoimella arvostus on kireä. Toisaalta liiketoimintamallin vahvan kassavirran mahdollistama noin 6 %:n osinkotuotto tukee osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina.

Constia hinnoitellaan alennuksella verrokkeihin nähden

Constin verrokkien arvostustaso vuodelle 2026 katsottaessa on mielestämme joukon laatuun nähden yhä korkea (2026e mediaani EV/EBIT: ~13x, P/E ~13x). Kertoimien käyttökelpoisuutta heikentää osan yhtiöiden alhaiset tulosennusteet ja niin ikään korkeat kertoimet. Arviomme mukaan etenkin uudisrakentajien kertoimet ovat vielä vuoden 2026 tuloksella selvästi yli normaalin tason. Historiallisesti Consti on arvostettu verrokkejaan matalammalle tasolle, mitä selittävät erityisesti verrokkien suurempi koko markkina-arvolla ja liikevaihdolla mitattuna, hajautuneempi liiketoimintarakenne, osittain paremmat kannattavuudet sekä suurempi jatkuvaluonteisen palveluliiketoiminnan osuus. Lisäksi Constin historialliset kannattavuushaasteet ovat painaneet markkinoiden

luottamusta yhtiöön. Verrokkien alhaisen tulostason vuoksi korkeat kertoimet eivät mielestämme kuitenkaan heijasta tällä hetkellä täysin Constin arvoa, sillä Constin tulos ei haastavasta markkinatilanteesta huolimatta ole erityisen heikolla tasolla. Näin ollen pidämme arvonmäärittämissämme verrokkien painoarvoa matalana.

DCF-mallin käypä arvo hieman tavoitehintaa ylempänä

Annamme arvonmäärittämissä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBIT-marginaalin tavoitetason. Emme pidä ennustetason nostamista tavoitetasolle perusteltuna ennen konkreettisia näyttöjä viime aikoja korkeammasta ja tavoitteiden mukaisesta kannattavuudesta. Käyttämämme tuottovaatimus (WACC) on 9,8 %, joka vastaa mielestämme sekä seurannassamme olevien yhtiöiden keskimääristä tasoa että Constin riskiprofiilia suhteessa koko seurantajoukon yhtiöihin. Oman pääoman kustannus Constilla on 11,4 %. DCF-mallin mukainen Constin osakkeen arvo on noin 13,2 euroa, joka on hieman nykykurssia sekä tavoitehintaa ylempänä.

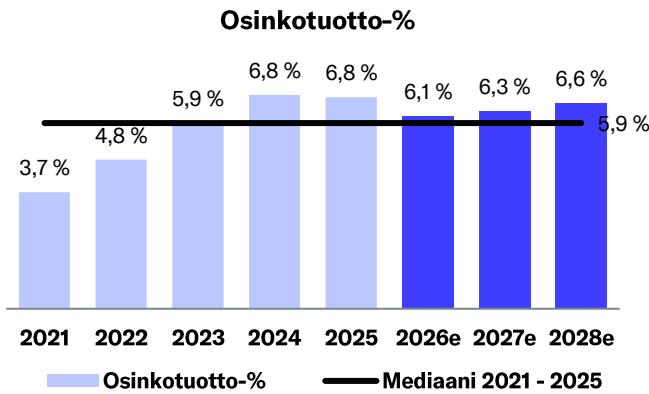
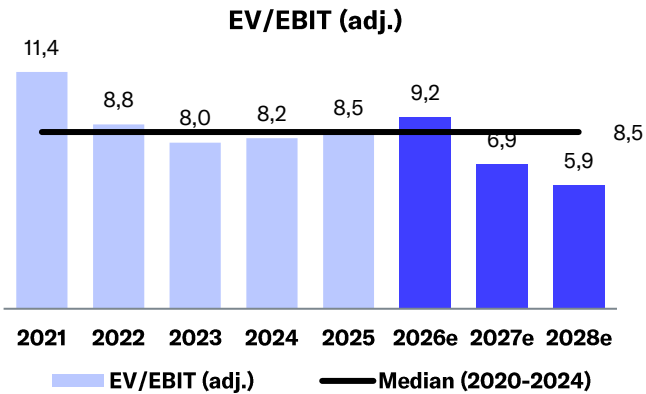
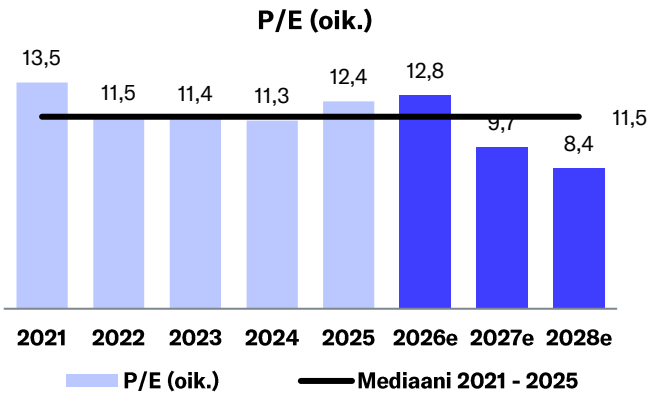
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	95	91	87
P/E (oik.)	12,8	9,7	8,4
P/B	2,0	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,8	5,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	9,2	6,9	5,9
Osinko/tulos (%)	78,6 %	61,1 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,3 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	12,1	12,6	11,8	10,3	10,7	12,1	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	94	97	91	81	85	96	96	96	96
Yritysarvo (EV)	108	101	90	83	80	95	91	87	81
P/E (oik.)	13,5	11,5	11,4	11,3	12,4	12,8	9,7	8,4	7,6
P/B	2,9	2,7	2,2	1,8	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	11,7	6,8	5,7	5,8	6,1	6,8	5,2	4,5	3,9
EV/EBIT (oik.)	11,4	8,8	8,0	8,2	8,5	9,2	6,9	5,9	5,0
Osinko/tulos (%)	96,4 %	54,7 %	60,1 %	76,9 %	83,9 %	78,6 %	61,1 %	55,0 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	6,8 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %	7,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT Oyj	692	1592	18,3	13,9	14,3	11,5	0,8	0,8	43,8	15,9	0,3		0,9
SRV Yhtiot Oyj	89	215	22,6	12,3	16,5	9,8	0,3	0,3	9,0	7,1	-	2,5	-
Kreate Oyj	126	146	9,7	8,1	6,3	5,6	0,4	0,3	13,2	10,5	4,2	5,0	2,5
Peab AB	2835	3634	12,8	11,7	8,4	7,9	0,6	0,6	12,8	11,6	4,0	4,3	1,6
NCC AB	2142	2364	11,8	10,9	7,6	7,2	0,4	0,4	13,2	12,0	4,5	4,8	2,5
Instalco AB	674	1027	17,0	10,6	7,8	7,0	0,8	0,7	11,3	9,4	2,8	3,6	2,0
Bravida Holding AB	1771	2097	12,4	11,2	9,2	8,5	0,8	0,8	14,0	12,5	4,5	4,7	1,9
Fasadgruppen Group AB	117	323	6,4	5,9	5,1	4,7	0,6	0,6	3,6	3,2		4,3	0,6
Iss A/S	5850	7771	12,6	12,0	9,3	8,9	0,7	0,6	12,9	11,6	1,8	1,9	3,6
Luotea Oyj	405	575	11,7	11,1	5,4	5,2	0,7	0,7	3,1	2,8	19,2	19,8	0,5
Consti (Inderes)	96	95	9,2	6,9	6,8	5,2	0,3	0,2	12,8	9,7	6,1	6,3	2,0
Keskiarvo			13,5	10,8	9,0	7,6	0,6	0,6	13,7	9,6	5,2	5,7	1,8
Mediaani			12,5	11,1	8,1	7,5	0,6	0,6	12,9	11,1	4,1	4,3	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-38 %	-16 %	-30 %	-58 %	-61 %	0 %	-12 %	50 %	46 %	6 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	321	327	65,6	84,8	90,8	95,0	336	66,4	85,6	95,0	104	351	376	392	402
Käyttökate	15,9	14,3	0,8	3,4	4,1	4,8	13,0	0,9	2,8	4,7	5,5	13,9	17,3	19,4	20,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-4,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-4,2	-4,6	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,0	1,9	3,8	4,6	10,3	13,1	14,8	16,1
Liikevoitto	12,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,0	1,9	3,8	4,6	10,3	13,1	14,8	16,1
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6
Tulos ennen veroja	11,4	9,2	-0,4	2,2	3,0	3,7	8,5	-0,2	1,7	3,5	4,3	9,4	12,1	13,9	15,5
Verot	-2,4	-2,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-1,7	0,0	-0,3	-0,7	-0,9	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8
Nettotulos	9,0	7,2	-0,3	1,8	2,4	3,0	6,8	-0,2	1,3	2,8	3,5	7,5	9,9	11,4	12,7
EPS (oikaistu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	-0,02	0,17	0,36	0,44	0,94	1,24	1,44	1,59
EPS (raportoitu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	-0,02	0,17	0,36	0,44	0,94	1,24	1,44	1,59

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	1,9 %	0,1 %	2,3 %	5,6 %	2,9 %	2,9 %	1,2 %	1,0 %	4,5 %	10,0 %	4,5 %	7,0 %	4,2 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-10,0 %	-160,3 %	-17,4 %	-6,5 %	7,9 %	-7,8 %	-124,1 %	-23,2 %	20,3 %	16,6 %	9,3 %	26,9 %	13,1 %	8,8 %
Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	1,2 %	4,0 %	4,5 %	5,1 %	3,9 %	1,4 %	3,3 %	4,9 %	5,2 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	-0,2 %	2,9 %	3,5 %	4,1 %	2,8 %	0,0 %	2,2 %	4,0 %	4,4 %	2,9 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %
Nettotulos-%	2,8 %	2,2 %	-0,4 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %	2,0 %	-0,2 %	1,6 %	3,0 %	3,3 %	2,1 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	57,6	56,6	58,0	58,8	59,3
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Aineelliset hyödykkeet	7,8	6,9	8,3	9,1	9,5
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	59,5	60,3	67,9	72,6	77,6
Vaihto-omaisuus	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	44,7	40,7	47,4	50,8	54,9
Likvidit varat	14,2	19,0	19,9	21,3	22,2
Taseen loppusumma	117	117	126	131	137

Lähde: Inderes

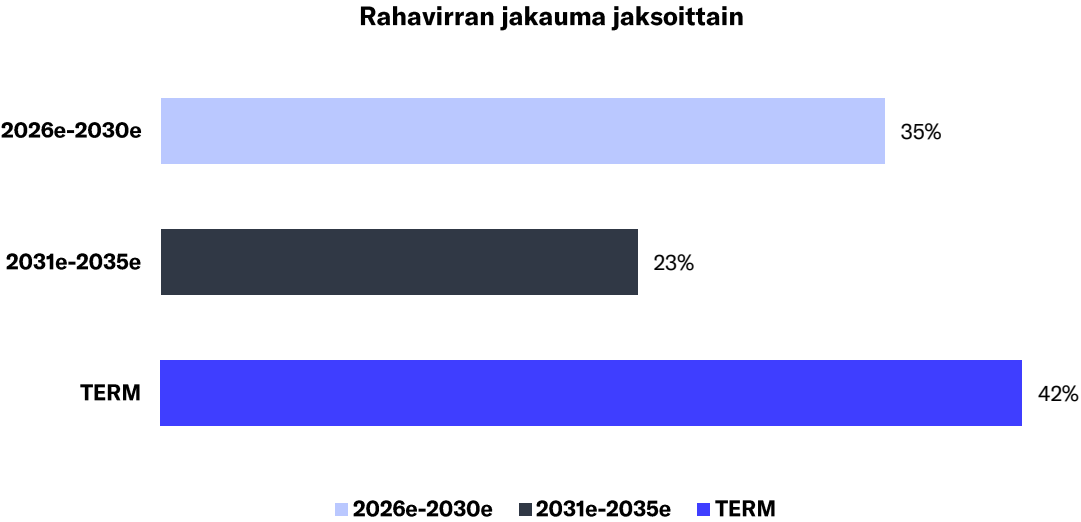
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	43,7	45,2	46,9	51,0	56,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	16,0	15,6	17,3	21,4	26,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	29,5	29,5	29,5	29,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	11,7	9,5	9,4	8,0	6,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	11,7	9,5	9,4	8,0	6,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	61,8	62,2	69,6	72,5	73,9
Korolliset velat	5,2	4,5	9,4	8,0	6,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	54,0	55,1	57,6	61,6	64,2
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,6	2,7	2,9	3,0
Taseen loppusumma	117	117	126	131	137

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	4,5 %	7,0 %	4,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,8 %	2,9 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	9,4	10,3	13,1	14,8	16,1	14,4	12,7	13,0	13,3	13,6	13,8	
+ Kokonaispoistot	3,6	3,6	4,2	4,6	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	
- Maksetut verot	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8	-2,5	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,1	-4,1	0,9	-1,4	0,3	-1,3	-3,1	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	16,3	7,7	15,8	15,3	18,3	15,6	12,4	16,1	16,5	16,9	17,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-8,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,6	2,7	10,8	10,2	13,1	10,2	7,0	10,6	10,8	11,1	8,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,6	2,7	10,8	10,2	13,1	10,2	7,0	10,6	10,8	11,1	8,6	105
Diskontattu vapaa kassavirta		2,5	9,0	7,8	9,1	6,5	4,0	5,5	5,2	4,8	3,4	41,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		99,2	96,7	87,7	79,9	70,8	64,4	60,3	54,8	49,7	44,8	41,4
Velaton arvo DCF		99,2										
- Korolliset velat		-14,1										
+ Rahavarat		19,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		104										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,1										

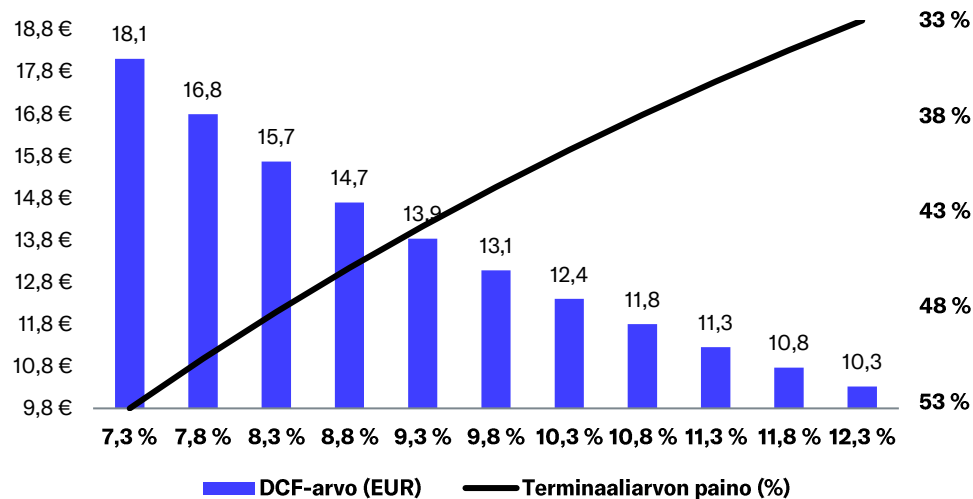
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

Lähde: Inderes

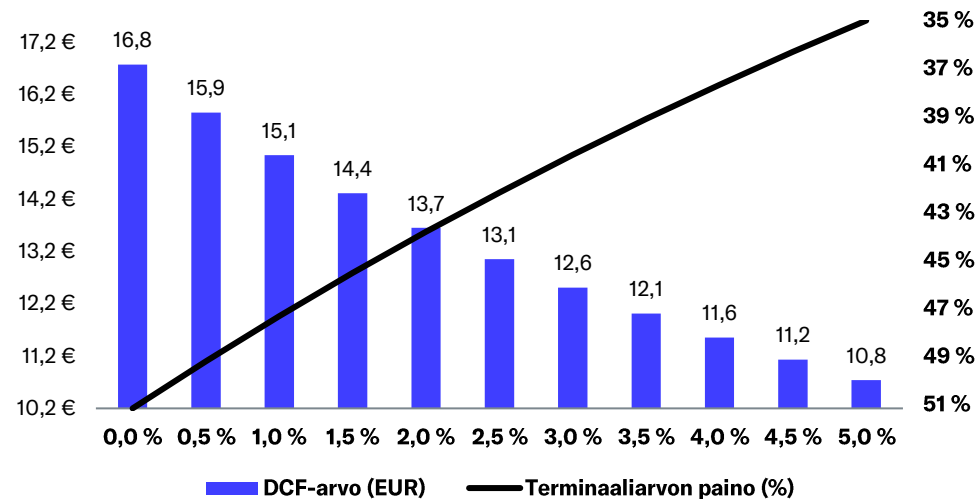


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

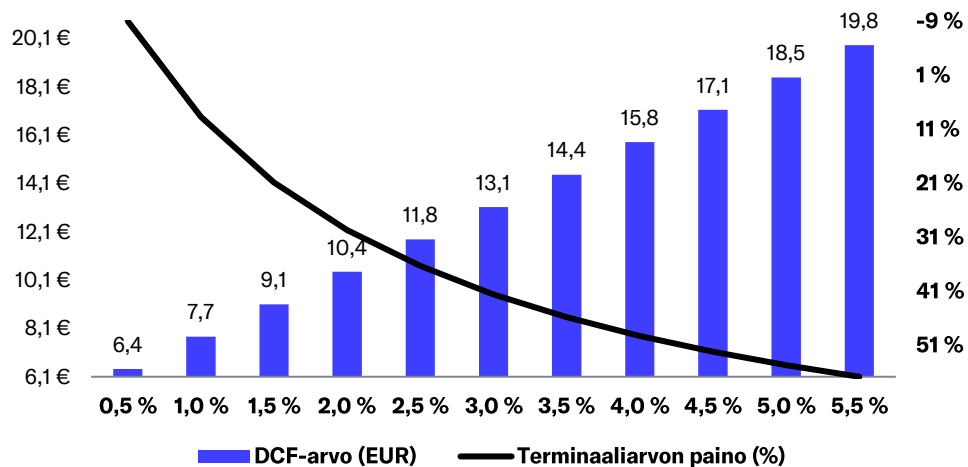
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



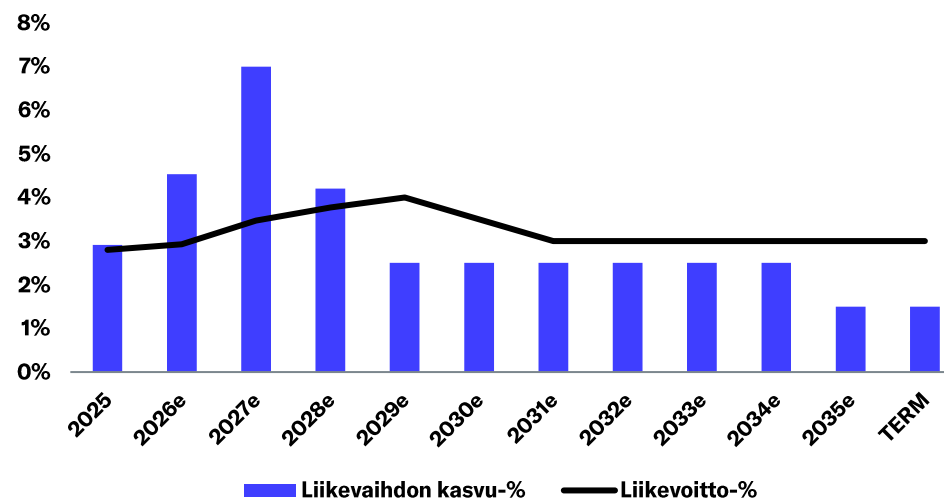
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	320,6	326,7	336,2	351,5	376,1	EPS (raportoitu)	1,17	0,91	0,86	0,94	1,24
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	13,9	17,3	EPS (oikaistu)	1,04	0,91	0,86	0,94	1,24
Liikevoitto	12,3	10,2	9,4	10,3	13,1	Operat. Kassavirta / osake	1,88	0,58	2,05	0,97	1,99
Voitto ennen veroja	11,4	9,2	8,5	9,4	12,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,25	0,23	1,71	0,34	1,35
Nettovoitto	9,0	7,2	6,8	7,5	9,9	Omapääoma / osake	5,31	5,55	5,68	5,91	6,41
Kertaluontoiset erät	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,70	0,70	0,72	0,74	0,76
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	121,3	117,2	116,9	125,9	131,4	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	2 %	3 %	5 %	7 %
Oma pääoma	41,1	43,7	45,2	46,9	51,0	Käyttökatteen kasvu-%	7 %	-10 %	-9 %	7 %	25 %
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	-10 %	-8 %	9 %	27 %
Nettovelat	-0,9	2,7	-4,9	-1,2	-5,2	EPS oik. kasvu-%	-6 %	-12 %	-6 %	10 %	32 %
						Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	3,9 %	4,0 %	4,6 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	2,8 %	2,9 %	3,5 %
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	13,9	17,3	Liikevoitto-%	3,9 %	3,1 %	2,8 %	2,9 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	-7,5	5,1	-4,1	0,9	ROE-%	23,3 %	16,9 %	15,4 %	16,2 %	20,2 %
Operatiivinen kassavirta	14,5	4,5	16,3	7,7	15,8	ROI-%	20,2 %	16,8 %	15,7 %	16,5 %	19,7 %
Investoinnit	-4,9	-2,7	-2,7	-5,0	-5,1	Omavaraisuusaste	38,6 %	41,3 %	43,0 %	41,3 %	42,8 %
Vapaa kassavirta	9,7	1,8	13,6	2,7	10,8	Nettovelkaantumisaste	-2,3 %	6,1 %	-10,9 %	-2,5 %	-10,3 %
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2						
EV/EBITDA	5,7	5,8	6,1	6,8	5,2						
EV/EBIT (oik.)	8,0	8,2	8,5	9,2	6,9						
P/E (oik.)	11,4	11,3	12,4	12,8	9,7						
P/B	2,2	1,8	1,9	2,0	1,9						
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,8 %	6,8 %	6,1 %	6,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/11/2020	Lisää	10,70 €	9,70 €
07/02/2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
03/05/2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14/06/2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25/07/2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28/10/2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21/01/2022	Osta	15,00 €	12,10 €
06/02/2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
02/05/2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24/07/2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28/10/2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13/01/2023	Osta	13,00 €	10,70 €
06/02/2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28/04/2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24/07/2023	Osta	14,20 €	10,25 €
23/10/2023	Osta	13,80 €	9,76 €
30/10/2023	Osta	13,80 €	10,35 €
21/12/2023	Osta	14,00 €	11,35 €
05/02/2024	Lisää	12,50 €	11,30 €
26/04/2024	Lisää	11,00 €	9,32 €
22/07/2024	Lisää	11,50 €	10,30 €
28/10/2024	Vähennä	11,75 €	11,35 €
22/01/2025	Vähennä	11,00 €	10,60 €
10/02/2025	Vähennä	10,50 €	10,15 €
03/03/2025	Lisää	11,00 €	9,94 €
27/04/2025	Lisää	11,00 €	10,20 €
20/07/2025	Lisää	11,75 €	10,80 €
Analyytikko vaihtuu			
27/10/2025	Lisää	11,00 €	10,35 €
29/01/2026	Vähennä	12,50 €	12,20 €
09/02/2026	Vähennä	12,50 €	12,05 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**